

红日药业：血必净快速增长，中药配方颗粒形势喜人

评级：

增持-A

上次评级：

2010 年报点评

报告摘要：

- **合并报表收入大增，业绩增长稳健。**2010年公司实现营业收入3.84亿元，同比增长70.55%；实现归属于上市公司股东的净利润1.02亿元，同比增长22.76%，EPS1.01元；扣非后净利润为1.01亿元，同比增长29.91%。公司收入大幅增长的主要原因为：母公司收入稳健增长5,114万元，增长率22.72%；2010年公司收购北京康仁堂和汶河医疗，合并报表范围扩大使营业收入增加10,766万元，增长率47.83%。公司主要产品原材料价格大幅上涨，使整体毛利率同比下滑10.46个百分点，从而导致净利润增长低于营业收入增长。公司2010年度利润分配预案：每10股派发现金2.50元（含税），以资本公积每10股转增5股。
- **主导产品血必净快速增长，盐酸法舒地尔增速趋缓。**血必净注射液2010年实现销售收入1.48亿元，同比增长42.04%。统计已经公布地方医保目录的省份，目前血必净纳入地方医保的省份有18个。市场开拓方面，公司目前销售重点主要集中在科室间推广，2010年在烧伤科和骨科的推广已取得一定的成效。预计未来几年血必净将维持较高的增长速度。盐酸法舒地尔遭遇适应范围限制，2010年实现销售收入8,938万元，同比下滑2.12%，预计未来随着竞争产品上市增速将进一步趋缓。
- **中药配方颗粒快速增长，形势喜人。**公司于2010年5月利用超募资金收购北京康仁堂，介入中药配方颗粒领域。中药配方颗粒行业增长迅速，2010年达到了10亿元以上的市场规模，该领域发展潜力很大，预计未来几年将以每年40%以上的速度迅速增长。康仁堂2010年贡献并表收入10,586万元，贡献并表净利润1,911万元，扣除少数股东损益后归属于母公司的净利润贡献约800万元。从全年来看，康仁堂实现净利润3,270万元，同比增长222%，增长态势喜人。预计2011年康仁堂全年并表将给公司业绩带来较大增长。
- **布局新药，开展国际合作。**公司与以色列英飞尼迪等多方共同出资设立天津天以生物医药股权投资基金和天以红日医药科技发展(天津)有限公司，其中，天以生物主要在国内进行医药行业私募股权投资，天以科技则将成为从以色列引进具有国际先进水平的仿制药和专利药制药技术项目的平台。此外，公司分别与上海药物所和第三军医大合作开发丙肝化学一类新药和脓毒症一类新药，为公司日后不断丰富产品储备打下基础。
- **给予“增持-A”的首次评级，12个月目标价50元。**我们预测公司2011年、2012年的业绩分别为EPS1.42元和1.93元，按照公司2011年业绩给予其35倍PE，则12月目标价为50元，给予“增持-A”的首次评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	225.1	383.9	542.4	728.5	936.1
Growth(%)	20.4%	70.6%	41.3%	34.3%	28.5%
净利润	81.0	113.4	171.2	233.0	313.4
Growth(%)	25.8%	26.0%	40.1%	36.1%	34.5%
毛利率(%)	79.0%	68.7%	68.4%	68.8%	70.1%
净利润率(%)	36.0%	26.6%	26.4%	26.7%	28.0%
每股收益(元)	2.03	1.01	1.42	1.93	2.60
每股净资产(元)	9.21	10.90	12.35	14.12	16.25
市盈率	19.3	38.6	27.6	20.3	15.1
市净率	4.3	3.6	3.2	2.8	2.4
净资产收益率(%)	8.7%	10.3%	13.8%	16.4%	19.2%
ROIC(%)	101.9%	154.5%	15.0%	48.3%	52.9%
EV/EBITDA	11.4	34.3	16.1	11.6	8.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	1.0%	2.0%

目标价格：

50.00 元

期限：12个月 上次预测：

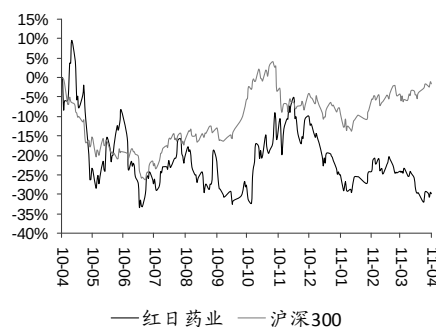
现价（2011年04月14日）：39.16元

报告日期：

2011-04-15

总市值(百万元)	3,942.79
流通市值(百万元)	1,418.90
总股本(百万股)	100.68
流通股本(百万股)	36.23
12个月最低/最高	35.50/126.11元
十大流通股东(%)	13.79%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(10.42)	(14.90)	(28.42)
绝对收益	(7.64)	(6.44)	(29.89)

 洪露
 021-68766073
 执业证书编号

 首席行业分析师
 honglu@essence.com.cn
 S1450511020023

报告联系人

陈宁浦

 021-68765361
 chennp2@essence.com.cn

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-4-14		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	225.1	383.9	542.4	728.5	936.1	营业收入增长率	20.4%	70.6%	41.3%	34.3%	28.5%
减: 营业成本	47.3	120.3	171.4	227.3	279.9	营业利润增长率	21.4%	45.2%	49.4%	36.4%	34.7%
营业税费	3.5	4.0	5.6	7.5	9.7	净利润增长率	25.8%	26.0%	40.1%	36.1%	34.5%
销售费用	49.4	87.2	113.9	150.4	190.0	EBITDA 增长率	18.7%	19.9%	74.0%	37.7%	34.5%
管理费用	32.7	51.2	62.4	82.3	103.0	EBIT 增长率	17.1%	26.9%	59.9%	38.5%	35.8%
财务费用	-0.2	-16.8	-13.3	-14.3	-16.2	NOPLAT 增长率	21.5%	22.9%	61.0%	38.2%	35.6%
资产减值损失	-0.1	3.7	2.0	2.0	2.0	投资资本增长率	-18.9%	1561.1%	-57.1%	23.8%	15.8%
加: 公允价值变动收益	-	-0.4	-	-	-	净资产增长率	638.5%	18.4%	13.3%	14.4%	15.1%
投资和汇兑收益	-0.4	-	-0.6	-0.6	-0.6						
营业利润	92.2	133.8	199.9	272.7	367.2	利润率					
加: 营业外净收支	3.3	1.1	1.5	1.5	1.5	毛利率	79.0%	68.7%	68.4%	68.8%	70.1%
利润总额	95.5	134.9	201.4	274.2	368.7	营业利润率	41.0%	34.9%	36.9%	37.4%	39.2%
减: 所得税	14.5	21.6	30.2	41.1	55.3	净利润率	36.0%	26.6%	26.4%	26.7%	28.0%
净利润	81.0	113.4	171.2	233.0	313.4	EBITDA/营业收入	43.2%	30.4%	37.4%	38.4%	40.2%
资产负债表						EBIT/营业收入	40.9%	30.4%	34.4%	35.5%	37.5%
货币资金	867.2	769.9	798.5	883.3	1,024.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	141	114	121	124	115
应收账款	4.3	81.1	105.2	138.4	174.2	流动营业资本周转天数	-89	333	291	56	65
应收票据	7.7	1.7	3.0	6.0	10.3	流动资产周转天数	804	875	671	565	516
预付账款	3.0	2.0	3.7	6.0	8.8	应收账款周转天数	1	35	58	58	57
存货	20.8	98.7	131.5	168.1	199.4	存货周转天数	33	56	76	74	71
其他流动资产	0.2	8.8	16.7	26.0	36.4	总资产周转天数	1,023	1,098	912	782	702
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	115	531	506	253	235
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.2	11.8	13.0	15.0	17.0	ROE	8.7%	10.3%	13.8%	16.4%	19.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	8.9%	11.7%	13.7%	16.0%
固定资产	101.1	142.4	222.9	279.5	317.2	ROIC	101.9%	154.5%	15.0%	48.3%	52.9%
在建工程	8.0	49.9	54.0	50.4	42.2	费用率					
无形资产	21.4	54.6	54.7	54.8	54.9	销售费用率	22.0%	22.7%	21.0%	20.7%	20.3%
其他非流动资产	3.1	46.7	50.8	51.6	52.3	管理费用率	14.5%	13.3%	11.5%	11.3%	11.0%
资产总额	#####	1,279.8	1,467.9	1,695.2	1,955.0	财务费用率	-0.1%	-4.4%	-2.5%	-2.0%	-1.7%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	36.4%	31.7%	30.0%	30.0%	29.6%
应付账款	12.9	102.1	139.0	179.3	214.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	12.7%	0.0%	15.3%	16.1%	16.3%
其他流动负债	107.5	71.0	76.4	83.7	93.1	负债权益比	14.6%	0.0%	18.1%	19.2%	19.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	7.50	5.56	4.91	4.67	4.72
其他非流动负债	14.5	9.0	9.3	10.3	11.3	速动比率	7.33	4.99	4.30	4.03	4.07
负债总额	134.9	-	224.7	273.3	319.1	利息保障倍数	-379.73	-6.97	-14.00	-18.07	-21.65
少数股东权益	-	88.8	112.8	145.5	189.5	分红指标					
股本	50.3	100.7	100.7	100.7	100.7	DPS(元)	0.00	-	0.14	0.39	0.78
留存收益	876.5	908.2	1,029.7	1,175.6	1,345.7	分红比率	0.4%	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%
股东权益	926.9	1,097.7	1,243.2	1,421.8	1,635.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	1.0%	2.0%
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	81.0	-	171.2	233.0	313.4	EPS(元)	2.03	1.01	1.42	1.93	2.60
加: 折旧和摊销	6.4	-	16.5	21.2	25.0	BVPS(元)	9.21	10.90	12.35	14.12	16.25
资产减值准备	-0.1	-	2.0	2.0	2.0	PE(X)	19.3	38.6	27.6	20.3	15.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	3.6	3.2	2.8	2.4
财务费用	2.6	0.6	-	-13.3	-14.3	P/FCF	-	-4.4	5.2	45.9	22.9
投资收益	0.4	-	0.6	0.6	0.6	P/S	17.5	10.3	7.3	5.4	4.2
少数股东损益	-	11.3	28.2	38.5	51.7	EV/EBITDA	11.4	34.3	16.1	11.6	8.4
营运资金的变动	73.1	-49.9	-31.2	-38.0	-41.1	CAGR(%)	42.2%	40.4%	33.4%	42.2%	40.4%
经营活动产生现金流量	135.1	46.2	174.0	242.9	335.3	PEG	0.5	1.0	0.8	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-347.8	-312.2	-102.9	-73.7	-53.7	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	703.8	-29.4	-1.0	-24.6	-62.3	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳分析师第三名。

分析师声明

洪露声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034